



UW PORTEFEUILLE ONDER DE LOEP

Vermogensadviseur Aernout van den Berg werpt een kritische blik op de beleggingsportefeuille van een abonnee. **DEZE MAAND: onze portefeuilles**

In verband met de gevolgen van de kredietcrisis is deze rubriek voor één keer in een afwijkend jasje gegoten. Want de afgelopen maanden hebben we historische momenten beleefd: alles wat niet cash was, verdween voor een aanzienlijk deel in een groot zwart gat. Zelfs spaargeld bleek in een aantal gevallen niet veilig, wat de paniek nog deed toenemen. Dat bleek ook wel uit de volatiliteit van de beurzen. Onrustmeters, zoals de Amerikaanse VIX (een index die de volatiliteit registreert) maakten uitschieters zoals nog nooit vertoond. Bepaald zuur waren de eigenaars van 'risicoze' garantienotes die zo goed als niets van hun geld zullen terugzien, omdat de uitgevende instelling failliet is gegaan (Lehman Brothers). Kortom, de afgelopen periode zijn beleggers weer eens op niet mis te verstane wijze geconfronteerd met de risicozijde van beleggen. Vandaar dat ik heb besloten om de lezer deze maand een aantal tips aan de hand te doen waarmee de schade wellicht kan worden beperkt. Maar eerst even een kort overzicht.

Waarom deze crisis?

De kredietcrisis heeft een impact gehad die eigenlijk niet te voorzien was. Maar waarom ontstond ze eigenlijk? Het begon met de stijging van het aantal mensen die hun hypotheek niet afbetaalden. Hierdoor stagneerden de huizenprijzen in de VS initieel, waarna ze snel daalden. De heersende leer in de VS was dat zoveel mogelijk mensen hun eigen huis moesten kunnen bezitten. Niet alleen huiseigenaren en hypotheekverstrekkers liepen risico's. Ook andere financiële instellingen waren blootgesteld aan het risico van een stagnerende huizenmarkt, omdat

de hypotheekbanken de hypotheek hadden doorverkocht via zakenbanken (waardoor ze zelf weer meer geld konden uitlenen). De zakenbanken verzamelden de schulden en verkochten ze door in de vorm van 'collateralized debt obligations' of CDO's: obligaties met een coupon die afhankelijk werd gesteld van het verpakte risico. Een deel van de huizen in de VS was gefinancierd met zogenaamde subprime-hypotheek. Toen de huizenprijzen stegen en de rente laag was, leverden die weinig problemen op. Maar toen de rente scherp steeg en de huizenprijzen daalden, konden veel huizenbezitters ineens niet meer aan hun verplichtingen voldoen en was het onderpand onvoldoende waard om schuld plus rente te compenseren. Hierdoor werden veel CDO's van het hypotheektype snel minder waard, moesten banken ineens op hun eigen vermogen afboeken en effecten waarin banken beleggen met geleend geld snel worden verkocht ('deleveraging'). Banken vertikten het nog onderling geld te lenen — te veel risico — en zo raakte de kredietcrisis in een stroomversnelling. Zolang het goed gaat is er geen vuiltje aan de lucht. Maar gaat het fout, dan gaat het goed fout. En gaat het goed fout, dan volgt een crisis, zoals we nu weten.

Dat vervolgens een toonaangevende instelling als Fortis moest worden genationaliseerd, dat de Amerikaanse hypotheekverstrekkers Fannie Mae en Freddie Mac — samen goed voor de helft van de gehele Amerikaanse hypotheekmarkt — overeind moesten worden gehouden, dat een gerespecteerd instituut als Lehman Brothers over de kop zou gaan, dat had niemand twaalf maanden geleden kunnen bedenken. Toch is

het gebeurd. Het kostte beleggers veel geld en was over een breed front de opmaat naar verder dalende koersen. De vraag die men zou moeten stellen, en waar ik wel een antwoord op kan geven, is: hoe kan een belegger zijn portefeuille zodanig inrichten dat de verdere directe schade door deze implosie wordt beperkt en de kans op toekomstig herstel maximaal is. Daarom deze maand een aantal tips, die de belegger kan volgen bij het evalueren van zijn portefeuille in deze moeilijke omstandigheden.

Tips

Beleggen is een vak, zeker in de huidige woelige markt. Om een portefeuille samen te stellen die goed presteert in deze moeilijke marktomstandigheden, heeft een belegger veel gegevens nodig. Hij moet iets weten van de interactie tussen aandelen en obligaties, maar hij moet ook kunnen achterhalen welke bedrijven weinig schuld hebben en een hoge en stabiele cashflow. Ten slotte moet de belegger de portefeuille die hij op papier heeft samengesteld nog aanpassen. In een weinig liquide markt, waar kleine aankopen al tot grote koersbewegingen kunnen leiden, is dat een regelrechte uitdaging.

1. Selecteer de juiste beleggingen

Bekijk uw portefeuille kritisch. Is deze nog wel optimaal ingericht in het licht van de snel gewijzigde omstandigheden? Het klinkt als een open deur, maar u moet op zoek naar de juiste beleggingen. Daarom eerst wat achtergrond. De kredietcrisis heet niet voor niets zo. Omdat onduidelijk was welke banken stevig hadden geïnvesteerd in de subprime-leningen, vertrouwden

OPROEP AAN ABONNEES

Heeft u een beleggingsportefeuille van € 100.000 of meer en wilt u deze door vermogensadviseur drs Aernout van den Berg op deze plaats laten doorlichten? Stuur dan een e-mail naar vandenberg@montfides.nl of een brief naar Montfides Investment Consultants/Portefeuille, Eerste Sweelinckstraat 70, 2517 GG 's-Gravenhage. Vermeld daarin naast uw abonneenummer, naam, adres, woonplaats en telefoonnummer ook de inhoud van uw beleggingsportefeuille (het aantal aandelen,

obligaties en andere bestanddelen) plus de eventuele afspraken tussen u en uw vermogensbeheerder (risico, beleggingsdoelstelling, enzovoorts). Uit de aanmeldingen wordt een selectie gemaakt voor deze rubriek die geanonimiseerd wordt besproken. Ook als uw portefeuille niet wordt geselecteerd, neemt de auteur contact met u op om uw portefeuille kort en bondig met u te bespreken. Uw informatie zal met uiterste zorgvuldigheid en discretie worden behandeld.

banken elkaar niet meer. Hierdoor — ik noemde het hiervoor al even — viel het smeermiddel van de economie, het complexe systeem van interbancaire leningen, vrijwel geheel stil. Banken zijn ineens heel voorzichtig met het uitlenen van geld. Allereerst steeg het risico van bedrijfsleningen door de economische achteruitgang. Daarnaast werd krediet schaars door de druk op het eigen vermogen van banken. Schaarste van krediet zorgt voor een stijging van de prijs ervan. Leners moesten in het derde kwartaal van 2008 veel meer betalen voor leningen dan een jaar eerder: 3, 4, soms wel 5 procent meer.

Vooraf bedrijven met een hoge schuldpositie zijn in zo'n situatie de pineut. Het lijkt dus verstandig om te kijken naar bedrijven met een lage schuld ten opzichte van het eigen vermogen. Verder is het slechtste wat een bedrijf in deze tijd kan gebeuren, dat de opbrengsten een maand te laat komen. Een bedrijf dat zijn verplichtingen vandaag niet kan nakomen gaat failliet, ook al komt over een maand of wat het grote schip met geld binnen. Handig voor de schuldeisers, pech voor de aandeelhouders. Zij vissen in de regel achter het net. **Het is dus belangrijk dat de bedrijven een stabiele kasstroom hebben. Tot slot moet u op zoek naar bedrijven met een hoge 'intrinsieke waarde'. Dat is de waarde die de bezittingen van het bedrijf hebben als ze direct te gelde gemaakt zouden worden.** Ahold heeft bijvoorbeeld een veel hogere intrinsieke waarde door de voorraden en het onroerend goed dan een bedrijf als TomTom. Daar is de waarde gebaseerd op de ijzersterke marketingpositie en de technologie, maar die is wat lastig te verkopen. De aandeelhouderswaarde kan nooit extreem veel lager worden dan de intrinsieke waarde. Is dat wel het geval, dan is dat extra reden om te kopen.

Samengevat: bedrijven met een lage schuld, een hoge en stabiele cashflow en een hoge intrinsieke waarde, hebben een beperkt neerwaarts risico ten opzichte van bedrijven die deze eigenschappen niet heb-

ben en verdienen dus de voorkeur in onze portefeuille.

2. Denk na voordat u verkoopt

Een bekende beurswijsheid luidt dat je moet stilzitten als je geschoren wordt, en op dit moment voelt bijna iedereen de kille scharen van de schapenscheerder tegen de huid. Het is geen onzin. **In tijden van grote beweeglijkheid op de beurs neemt de zogenaamde 'bid-offerspread' toe. De spread is momenteel nog groter dan gebruikelijk, omdat de banken minder geld achter de hand hebben. Op de aandelenmarkten zien we dit gebrek aan liquiditeit terug in enorme koersbewegingen. Market makers lopen een groter risico bij grote beweeglijkheid en zullen daar ook een vergoeding voor willen hebben.** Voor veel (bedrijfs)obligaties is nauwelijks meer een markt te vinden. Een belegger die toch dit soort obligaties wil verkopen, moet genoeg nemen met verliezen die makkelijk 10% of meer kunnen bedragen. Als het jaarlijkse rendement niet meer dan 5 of 6% bedraagt, is dat natuurlijk enorm. Hetzelfde geldt voor illiquide gestructureerde producten als notes en CDO's. **Hou dus rekening met deze onzichtbare transactiekosten als u wilt verkopen. Verkoop liever niet. Dat wil natuurlijk niet zeggen dat u lijdzaam moet blijven toezien hoe een bedrijf definitief onderuit glijdt! Zie ook de volgende tip.**

3. Durf verlies te nemen

De meeste posities in uw portefeuille zullen op verlies staan, want de beurzen zijn over de breedte stevig gedaald. **Maar als er aandelen zijn waarvan u verwacht dat ze het in de toekomst beter zullen doen dan de aandelen die u nu heeft, moet u zeker switchen.** Kijk dan niet naar de oorspronkelijke aanschafprijs. De meeste beleggers hebben er — ten onrechte — grote moeite mee om iets te verkopen dat ze voor meer gekocht hebben. **Als u koersverlies moet nemen om elders meer winst te maken, dan is dat alleen maar verstandig...**

4. Blijf spreiden

U verkleint risico's door spreiden. Blijf dus spreiden tussen assetcategoriën en binnen assetcategoriën. In een evenwichtige portefeuille zitten offensieve maar zeker ook defensieve beleggingen. Zakelijke waarden als aandelen, vastgoed en commodities worden gecombineerd met obligaties en liquiditeiten. Daarnaast dienen de verschillende categorieën evenwichtig te zijn opgebouwd. Energiebedrijven hebben een plaats naast transportbedrijven, financiële instellingen naast voedingsbedrijven en winkelketens naast industriële bedrijven. Naast sectorspreiding is een portefeuille gespreid over diverse regio's en stijlen van verschillende bedrijven. 'Groeibedrijven' behaalden aan het einde van de jaren '90 prima rendementen, terwijl daarna de 'waardebedrijven' het vaandel overnamen.

5. Hou vast aan het proces

Een consistent beleggingsbeleid is niet alleen voor vermogensbeheerders van belang. Elke belegger zou dat moeten doen. Dus niet ineens in paniek gaan handelen omdat de krant in chocoladeletters kopt dat het zo slecht gaat met de economie. Integendeel! In jaren van een recessie doet de beurs het gemiddeld genomen juist twee maal zo goed. Ad hoc beleggen is de grootste valkuil voor beleggers en resulteert vaak in hoog kopen en laag verkopen. Een goede belegger doet het andersom. Neem Warren Buffett. Zijn vaste beleggingsproces komt er op neer dat hij angstig wordt als iedereen hebbertig is, en hebbertig als iedereen angstig is. Op dit moment koopt hij. Natuurlijk weet hij ook niet of de kredietcrisis over drie maanden of pas over drie jaar achter ons ligt, maar hij is er nu van overtuigd dat aandelen op de middellange termijn superieure rendementen zullen laten zien. Een ingezonden brief aan *The New York Times* van zijn hand waarin hij zijn methode toelicht, kunt trouwens u teruglezen op mijn internetsite www.montfides.nl.